

2021年10月29日

# 周大生 (002867.SZ)

## 公司快报

### 省代模式发展强劲，黄金批发销售推升营收规模

#### 事件

公司发布 2021 年三季报，21 年前三季度公司实现营收 64.73 亿元/+93.30%，实现归母净利润 10.06 亿元/+41.20%，基本每股收益 0.92 元；21Q3，公司实现营收 36.84 亿元/+119.90%，实现归母净利润 3.96 亿元/+3.68%。

#### 投资要点

◆ **黄金批发销售推升公司营收规模，21Q3 净利润同比低个位数增长：**营收端，21 年前三季度，公司实现营收 64.73 亿元，同比增长 93.30%，较 19 年同期增长 69.89%；21Q1、Q2、Q3 分别较 19 年同期增长 5.39%、26.33%、159.35%，21Q3 收入同比增长 119.9%，三季度收入高增，主要为公司启动省代模式，订货会推出非凡古法黄金系列产品，加盟客户黄金产品批发收入大幅增长。**净利端**，21 年前三季度，公司实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.20%，较 19 年同期增长 38.27%，21Q1、Q2、Q3 分别较 19 年同期增长 21.25%、33.29%、56.91%。21Q3 净利润同比增长 3.68%，公司三季度净利润同比增速低于营收，判断一方面是黄金批发销售模式下，公司黄金批发收入增长使得毛利率同比下滑 21.87pct，另一方面是去年同期基数较高和黄金市场价格波动计提存货跌价准备增加。

◆ **线下自营渠道已恢复 19 年同期水平，21Q3 加盟开店提速：**分渠道看，21 年前三季度，公司线下自营、加盟、互联网线上营收分别实现 9.17、46.44、7.39 亿元，同比增长 79.67%、132.65%、5.25%，收入占比分别为 14.17%、71.74%、11.42%。**1) 电商业务：**21Q3 由于去年同期直播带货业务较为集中导致基数较高，同比下滑 3.46%；根据数据威，21Q3 周大生在天猫平台销售额实现约 1.5 倍的高速增长。**2) 线下自营渠道：**21 年前三季度，公司线下自营渠道受益于黄金产品销售旺盛，营收已较 19 年同期增长 4.3%。**3) 加盟渠道：**21 年前三季度，加盟渠道受益于门店扩张及黄金产品批发销售较 19 年同期增长 91.89%。截至 21Q3 末，公司线下门店共 4357 家，其中加盟店较年初净增加 179 家至 4119 家，单三季度净增 105 家；自营店较年初净减少 11 家至 238 家，单三季度净关 5 家。启动省代模式后，公司三季度开店提速，持续通过加盟模式布局终端市场，截至 21Q3 末，公司一二线、三四线及以下城市门店中，加盟门店占比分别达到 83%、99%。

◆ **黄金产品批发销售大幅增长致毛利率下滑，费率水平进一步下降：****毛利率方面**，21 年前三季度，公司毛利率同比下滑 14.90pct 至 29.41%，较 2019 年同期下滑 7.35pct；21Q3 公司毛利率同比下滑 21.87pct 至 21.04%，较 19Q3 下滑 14.1pct，判断主要为省级代理模式下，公司黄金批发销售收入大幅上涨，收入结构变化。**费用率方面**，21 年前三季度，公司期间费用率合计下降 7.25pct 至 8.66%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.78%、1.02%、0.13%、-0.28%，同比变化分别为 -6.20pct、-1.05pct、-0.10pct、+0.10pct；21Q3 期间费用率合计下降 6.55pct 至 6.25%。**净利率方面**，21 年前三季度，公司净利率同比下降 5.72pct 至 15.52%，21Q3 净利率同比下降 12.04pct 至 10.72%，费率优化使得公司净利率降幅小于毛利率。

**存货方面**，截至 21Q3 末，公司存货同比增长 22.92%至 28.56 亿元，存货周转同比

| III

投资评级

买入-B(维持)

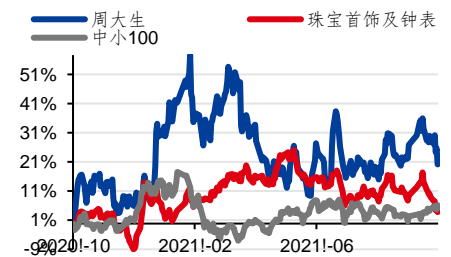
股价(2021-10-29)

18.90 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	20,718.62
流通市值(百万元)	20,282.71
总股本(百万股)	1,096.22
流通股本(百万股)	1,073.16
12个月价格区间	16.82/39.38 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.73	-2.19	9.06
绝对收益	-1.67	4.02	16.03

#### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号: S0910516120001  
 wangfeng@huajinsec.cn  
 021-20377089

#### 报告联系人

孙萌  
 sunmeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

周大生：二季度经营持续向好，线下拓店节奏加快 2021-08-31  
 周大生：线下渠道稳健恢复，电商较 19 年同期快速增长 2021-05-02  
 周大生：全年业绩正增长，线上渠道增速亮眼 2021-03-31  
 周大生：加盟拓店规模先行，线上布局觅得先机 2021-01-20

大幅下降 201 天至 155 天，省代模式有效优化黄金产品的本地配货效率，公司供应链运营效果明显提升。现金流方面，21 年前三季度，公司经营活动现金净流出 8.69 亿元，系公司扩大采购规模支付采购款同比增长。

◆ **投资建议：**公司三季度门店拓展环比提速，营收规模大幅增长，引入省代力量为公司提升市场份额注入新动力。因此我们小幅上调盈利预测 2021-2023 年每股收益分别为 1.22、1.64 元和 2.07 元，10 月 29 日收盘价对应公司 22 年 PE 为 12 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**珠宝行业下沉市场竞争加剧；公司新品牌培育不及预期；一二线城市进驻不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,439	5,084	9,472	12,022	15,016
YoY(%)	11.7	-6.5	86.3	26.9	24.9
净利润(百万元)	991	1,013	1,342	1,801	2,274
YoY(%)	23.0	2.2	32.5	34.2	26.3
毛利率(%)	36.0	41.0	28.1	28.1	27.9
EPS(摊薄/元)	0.90	0.92	1.22	1.64	2.07
ROE(%)	21.0	18.8	19.7	22.3	23.5
P/E(倍)	20.9	20.4	15.4	11.5	9.1
P/B(倍)	4.4	3.8	3.0	2.6	2.1
净利率(%)	18.2	19.9	14.2	15.0	15.1

数据来源：Wind，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4162	4759	8391	8002	12133	<b>营业收入</b>	5439	5084	9472	12022	15016
现金	1294	1680	2459	3401	4172	营业成本	3482	2998	6811	8647	10829
应收票据及应收账款	95	157	1951	390	2117	营业税金及附加	56	69	95	120	150
预付账款	26	13	74	36	102	营业费用	587	668	663	781	901
存货	2597	2391	3473	3733	5292	管理费用	121	99	95	120	150
其他流动资产	150	517	433	442	451	研发费用	13	13	43	60	83
<b>非流动资产</b>	1760	1897	2212	2505	2347	财务费用	8	-23	-5	-15	-41
长期投资	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	资产减值损失	-12	-10	10	10	10
固定资产	32	23	250	452	478	公允价值变动收益	19	11	-40	20	0
无形资产	435	427	425	424	422	投资净收益	1	1	1	1	1
其他非流动资产	789	773	797	820	845	<b>营业利润</b>	1257	1309	1722	2319	2935
<b>资产总计</b>	5922	6656	10603	10507	14480	营业外收入	35	24	31	30	28
<b>流动负债</b>	1153	1239	3223	2400	4781	营业外支出	0.1	9.0	9.3	9.6	9.8
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1292	1324	1743	2339	2954
应付票据及应付账款	359	423	1556	968	2186	所得税	301	310	401	538	679
其他流动负债	212	254	262	270	278	<b>税后利润</b>	991	1013	1342	1801	2274
<b>非流动负债</b>	26	26	561	28	29	少数股东损益	-0	0	0	0	0
长期借款	0	0	534	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	991	1013	1342	1801	2274
其他非流动负债	26	26	27	28	29	EBITDA	1233	1273	1791	2447	3079
<b>负债合计</b>	1179	1266	3784	2428	4809						
少数股东权益	33	5	5	5	5	<b>主要财务比率</b>					
股本	731	731	1096	1096	1096	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	1650	1686	1686	1686	1686	<b>成长能力</b>					
留存收益	2408	3092	4032	5293	6885	营业收入(%)	11.7	-6.5	86.3	26.9	24.9
归属母公司股东权益	4710	5386	6814	8075	9667	营业利润(%)	22.5	4.1	31.6	34.7	26.6
<b>负债和股东权益</b>	5922	6656	10603	10507	14480	归属于母公司净利润(%)	23.0	2.2	32.5	34.2	26.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	36.0	41.0	28.1	28.1	27.9
						净利率(%)	18.2	19.9	14.2	15.0	15.1
						ROE(%)	21.0	18.8	19.7	22.3	23.5
						ROIC(%)	37.9	42.2	51.5	46.7	62.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	19.9	19.0	35.7	23.1	33.2
						流动比率	3.6	3.8	2.6	3.3	2.5
						速动比率	1.4	1.9	1.5	1.8	1.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.1	1.0
						应收账款周转率	56.7	40.6	9.0	10.3	12.0
						应付账款周转率	11.3	13.8	10.0	10.0	10.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	20.9	20.4	15.4	11.5	9.1
						P/B	4.4	3.8	3.0	2.6	2.1
						EV/EBITDA	9.4	13.1	9.9	6.6	5.0

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn